

华发股份 (600325. SH)

投资评级 买入

上次评级 买入

江宇辉 地产行业首席分析师
 执业编号: S15005220100002
 联系电话: +86 18621759430
 邮箱: jiangyuhui@cindasc.com

信达证券股份有限公司
 CINDA SECURITIES CO., LTD
 北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
 邮编: 100031

归母净利实现逆势增长，定增有望增强资本实力

——华发股份（600325. SH）2023 年中报点评

2023 年 08 月 30 日

本期内容提要：

◆**竣工大幅增加带动营收增长，归母净利润实现逆势增长。**公司 2023 年上半年实现总营收 314.78 亿元，同比增长 22.88%，在行业持续下行的背景下，公司的总营收能够实现逆势增长，主要由于公司 2023 年上半年竣工面积持续增加，结算节奏加快。公司上半年实现归母净利润 19.26 亿元，同比增长 2.08%。公司 2023 年上半年营收增速高于 2022 年上半年，但归母净利润增速弱于 2022 年上半年主要由于：1) 毛利率持续承压：上半年毛利率水平 18.85%，较上年同期下降 2.57pct；2) 权益比例下降：公司上半年少数股东损益占比较上年同期上升 5.15pct；3) 受销售规模增长影响销售费用增加，但整体费用率控制得当。

◆**销售：销售业绩持续突破，华东区域进一步稳固。**2023 年上半年公司实现销售金额 769.3 亿元，较去年同期增长 55.76%，销售面积 247.8 万平方米，较去年同期增长 38.67%。上半年公司位列克而瑞销售榜单第 14 位，较上年同期提升 3 位，行业地位进一步提升。其中华东大区压舱石地位进一步稳固，实现销售金额 406.16 亿元，同比增加 38.5%；珠海大区完成销售 140.63 亿元，同比增加 43.8%，销售占比 18.28%，区域龙头地位进一步巩固；华南大区完成销售 183.40 亿元，同比大幅增加 158.4%；北京区域完成销售 24.52 亿元，同比大幅增加 127.7%。公司可售资源丰富，我们认为随着政策逐步落地，一线和强二线城市有望率先量稳价升，公司的销售规模有望进一步提升。

◆**拿地：上半年持续聚焦热点城市，多渠道获取土地资源。**2023 年公司保持拿地节奏，上半年公司新增 11 宗地块，土地出让面积 83.81 万平，计容建筑面积 274.42 万平，比去年同期增加 408.38%。从拿地金额来看，除深圳文旅城和珠海联安村两个项目外，上半年拿地金额 153.72 亿元，一线城市占比 12.5%，二线城市占比 87.5%，体现公司持续布局高能级城市。具体到城市来看，公司上半年聚焦在核心热点城市，公开市场拓展地块全部位于上海、成都、杭州、长沙、南京和苏州，同时公司聚焦在这些城市的核心区域，在成都高新区、杭州上城区、苏州姑苏区等核心区均有斩获。

◆**融资：三道红线保持“绿档”，定增募资有望增强资本实力。**2023 年上半年公司保持“三道红线”绿档，公司财报口径净负债率为 71.7%，剔除预收账款的资产负债率为 66.7%，现金短债比为 2.02 倍。公司现存债券规模 433.69 亿元，考虑行权 2023 年内待偿还 134.19 亿元，上半年综合融资成本下降至 5.59%，上半年公开发行境内债券 67.95 亿元；首单 Pre-Reits 项目及类 Reits 次级份额转售顺利落地，首次实现自持次级债券盘活。2022 年 12 月公司发布定增预案募资 60 亿元，定增方案已获上海证券交易所审核通过，定增完成后有望增强公司资本实力。

◆**维持公司“买入”评级。**公司 2023 年竣工项目增加，结算节奏加快，并且公司待结算资源丰富，预计公司业绩有望维持稳定发展。预计公司 2023-2025 年 EPS 为 1.42/1.61/1.82 元/股，维持“买入”评级。

◆**风险因素：**房地产调控政策收紧或放松不及预期；地产行业销售下行幅度超预期；公司房地产销售不及预期

主要财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入 (百万元)	51,241	59,190	64,868	69,889	73,986
同比 (%)	0.5%	15.5%	9.6%	7.7%	5.9%
归属母公司净利润 (百万元)	3,195	2,578	3,007	3,404	3,861
同比 (%)	10.1%	-19.3%	16.7%	13.2%	13.4%
毛利率 (%)	25.8%	20.2%	21.0%	21.4%	21.6%
ROE (%)	15.3%	13.1%	13.4%	13.5%	13.7%
EPS (摊薄) (元)	1.51	1.22	1.42	1.61	1.82
P/E	7.46	9.25	7.93	7.00	6.17
P/B	1.15	1.21	1.06	0.95	0.85

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为 2023 年 08 月 29 日收盘价

目录

1 竣工大幅增加带动营收增长，归母净利润实现逆势增长	3
2 销售：销售业绩持续突破，华东区域进一步稳固	4
3 拿地：上半年持续聚焦热点城市，多渠道获取土地资源	5
4 融资：三道红线保持“绿档”，定增募资有望增强资本实力	7
预计 2023-2025 年 EPS 分别为 1.42/1.61/1.82 元/股，维持“买入”评级	8
风险因素	8

图表目录

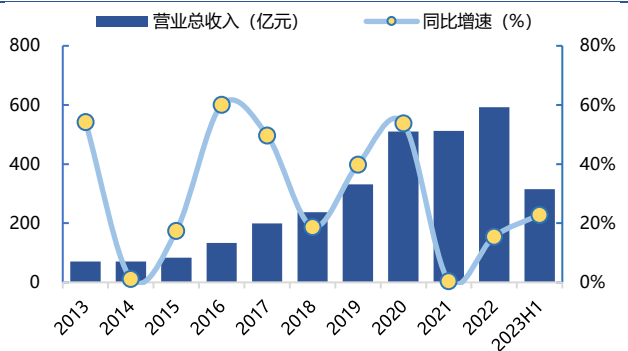
图表 1：公司营业收入及同比增速	3
图表 2：公司归母净利润及同比增速	3
图表 3：公司毛利率及净利率	3
图表 4：公司各项费用率	3
图表 5：公司合约销售金额及同比增速	4
图表 6：公司合约销售面积及同比增速	4
图表 7：公司各区域合约销售金额（亿元）	4
图表 8：公司合约销售金额区域结构	4
图表 9：公司 2023H1 新增计容建筑面积（万平）	5
图表 10：公司 2023H1 新增拓展土地金额分布	5
图表 11：公司 2023H1 新增计容建筑面积（万平）	6
图表 12：公司三道红线情况	7
图表 13：公司到期债务金额分布（亿元）	7
图表 14：公司分业务盈利预测	8

1 竣工大幅增加带动营收增长，归母净利润实现逆势增长

竣工大幅增加带动营收增长，结算资源丰富业绩有望持续释放。公司 2023 年上半年实现总营收 314.78 亿元，同比增长 22.88%，在行业持续下行的背景下，公司的总营收能够实现逆势增长，主要由于公司 2023 年上半年竣工面积持续增加，2023 年上半年竣工面积 274.24 万平，同比增加 47.16%，结算节奏加快。截至 2023 年上半年，公司预收楼款达 1081.50 亿元，较年初增加 24%，待结算资源丰富，后续业绩有望持续释放。

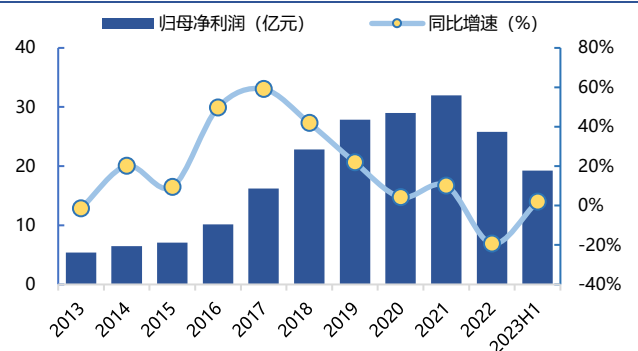
营收带动归母净利润逆势实现增长，毛利率下行、权益比下降等使利润增速稍弱。实现归母净利润 19.26 亿元，同比增长 2.08%，扣非归母净利润 19.20 亿元，同比增长 1.00%。公司 2023 年上半年营收增速高于 2022 年上半年，但归母净利润增速弱于 2022 年上半年主要由于：**1) 毛利率持续承压：**受到此前获取利润较低地块进入结算周期影响，公司毛利率仍然持续承压，上半年毛利率水平 18.85%，较上年同期下降 2.57pct；**2) 权益比例下降：**受到结算项目权益比下降影响，公司 2023 年上半年少数股东损益占比为 23.93%，较上年同期上升 5.15pct；**3) 受销售规模增长影响销售费用增加，但整体费用率控制得当：**公司上半年销售金额大幅增加 55.76%，带动公司销售费用同比增长 33.64%，销售费用/总营收较上年上升 0.1pct，但从销售费用/销售金额来看，公司费用率控制得当，较去年同期下降 0.2pct，管理费用/销售金额较去年同期下降 0.8pct。我们认为随着公司低利润地块结算结束，同时利润水平较好的华东地区结算收入占比增加，公司毛利率有望底部回升，并且公司近年来获取项目权益比例提升，后续结算项目权益比有望回升，叠加公司费用率持续优化，后续公司整体利润水平有望持续优化。

图表 1：公司营业收入及同比增速



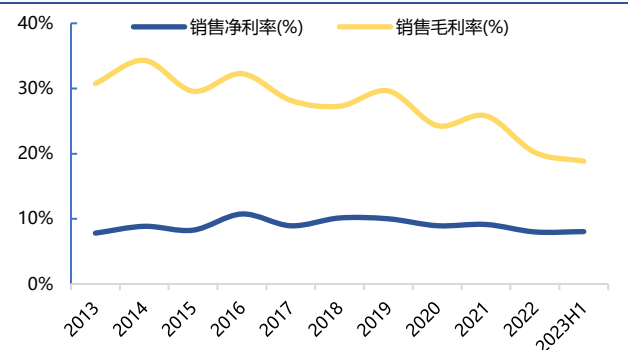
资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图表 2：公司归母净利润及同比增速



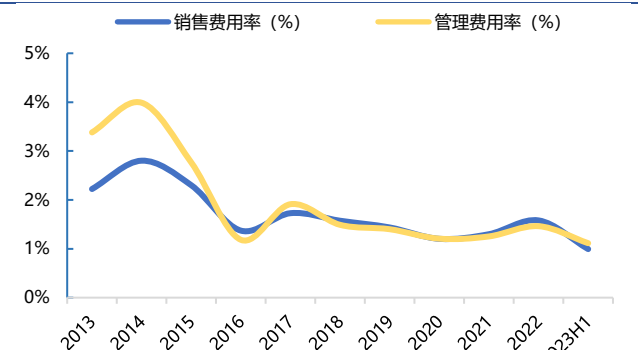
资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图表 3：公司毛利率及净利率



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图表 4：公司各项费用率



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

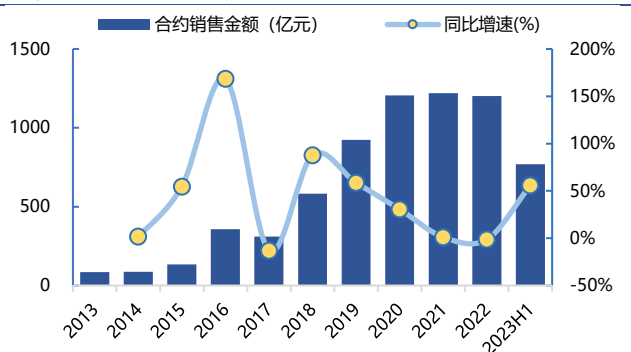
2 销售：销售业绩持续突破，华东区域进一步稳固

销售金额和面积实现大幅增长，行业排名持续提升。2023 年上半年，公司持续创新营销策略，多措并举提升项目获客能力、增强项目竞争力，助力公司销售业绩稳步突破。上半年公司实现销售金额 769.3 亿元，较去年同期增长 55.76%，销售面积 247.8 万平方米，较去年同期增长 38.67%，根据克而瑞数据，上半年 TOP20 房企中，公司全口径销售金额增幅位居第二名，销售规模增速较快。上半年公司位列克而瑞销售榜单第 14 位，较上年同期提升 3 位，行业地位进一步提升。

“压舱石”华东区域进一步稳固，华南及北京区域实现较大增幅。上半年，公司“4+1”业务格局不断夯实，其中华东大区压舱石地位进一步稳固，实现销售金额 406.16 亿元，同比增加 38.5%，销售占比 52.80%；珠海大区完成销售 140.63 亿元，同比增加 43.8%，销售占比 18.28%，区域龙头地位进一步巩固；华南大区完成销售 183.40 亿元，同比大幅增加 158.4%，销售占比 23.84%；北京区域完成销售 24.52 亿元，同比大幅增加 127.7%，销售占比 3.19%；北方大区完成销售 14.54 亿元，同比下降 30.8%，销售占比 1.89%。

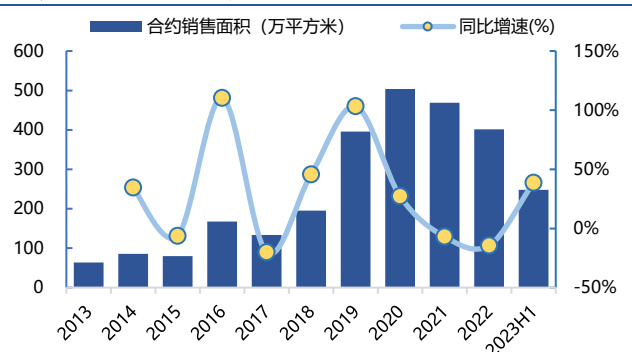
根据克而瑞口径，2023 年 1-7 月，公司实现销售金额 846.3 亿元，同比增长 45.5%，上半年公司在上海、广州、深圳、成都、杭州等一线、强二线城市持续增加土地储备，使得公司在华东区域、粤港澳大湾区等经济发达地区优质土地储备比例进一步增加，可售资源丰富，我们认为随着政策逐步落地，一线和强二线城市有望率先量稳价升，公司的销售规模有望进一步提升。

图表 5：公司合约销售金额及同比增速



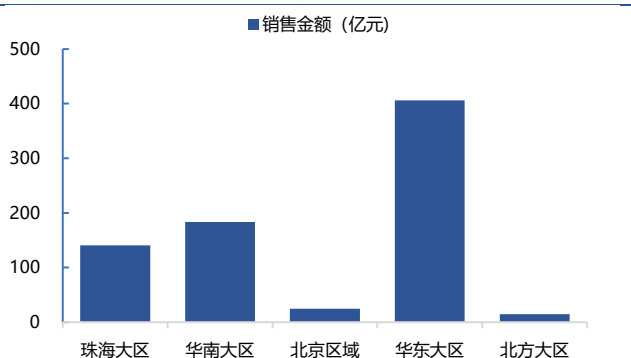
资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图表 6：公司合约销售面积及同比增速



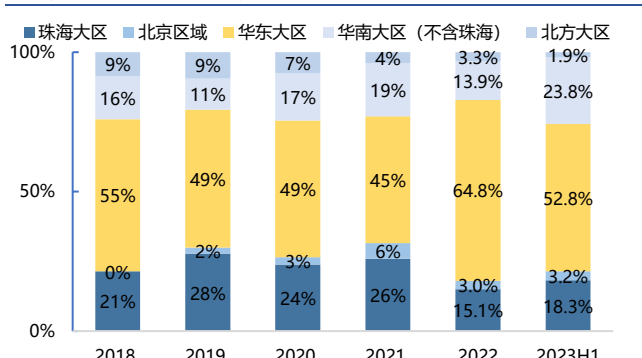
资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图表 7：公司各区域合约销售金额 (亿元)



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图表 8：公司合约销售金额区域结构



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

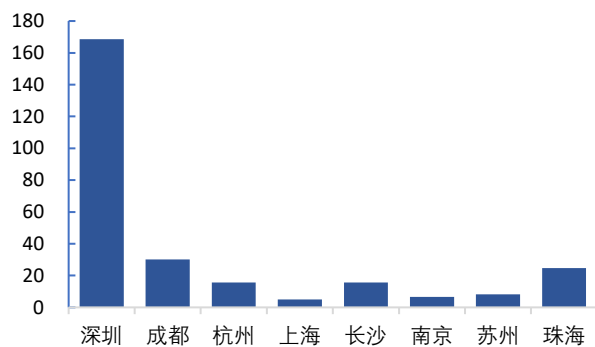
3 拿地：上半年持续聚焦热点城市，多渠道获取土地资源

坚持聚焦核心城市优质地段，加大核心城市拿地力度。2023 年公司保持拿地节奏，上半年公司新增 11 宗地块，土地出让面积 83.81 万平，计容建筑面积 274.42 万平，比去年同期增加 408.38%。从拿地金额来看，除深圳文旅城和珠海联安村两个项目外，上半年拿地金额 153.72 亿元，一线城市占比 12.5%，二线城市占比 87.5%，体现公司持续布局高能级城市。具体到城市来看，公司上半年聚焦在核心热点城市，公开市场拓展地块全部位于上海、成都、杭州、长沙、南京和苏州，同时公司聚焦在这些城市的核心区域，在成都高新区、杭州上城区、苏州姑苏区等核心区块均有所斩获。

多渠道获取土地资源，优质土储资源充足。7 月公司以 70.6 亿元中标上海松江区一宗 13.1 万平地块；8 月根据上海市静安区人民政府批复，公司全资子公司上海铂崧房地产开发有限公司与招商局蛇口工业区控股股份有限公司全资子公司太仓话屋置业有限公司组成的联合体确认成为静安区天目社区 C070102 单元 04-05、05-01 地块历史风貌保护项目实施主体，房地联动房价达 21 万元/平方米，公司积极通过多渠道拿地布局核心城市，保障核心城市土地储备，截至上半年公司待开发土地面积 660.8 万平，其中一线城市占比 27.2%，二线城市占比 33.7%，三线城市占比 39.1%，一二线城市占比较高，优质土储资源重组。公司可推售资源丰富，我们认为后续随着政策持续落地，受益于政策放松的一线城市和供需结构较好的核心二线城市有望在本轮周期中率先企稳复苏，公司有望凭借丰富的核心区域可售资源受益于供给端分化，实现销售的持续增加。

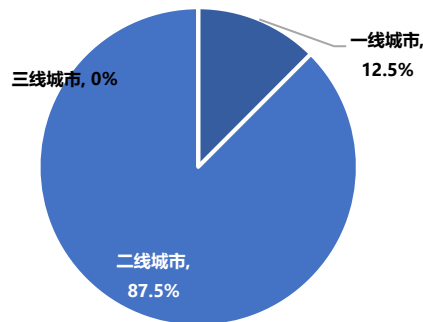
拿地利润水平较高，结算利润有望持续改善。公司上半年拿地利润水平较好，根据我们测算，上半年公开市场获取的 9 宗地块平均毛利率水平达到 35.4%，叠加公司 2022 年土地市场遇冷以来获取地块利润情况均相对较好，后续公司结算利润水平有望持续改善。

图表 9：公司 2023H1 新增计容建筑面积（万平）



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图表 10：公司 2023H1 新增拓展土地金额分布



资料来源：公司公告，中指数据信达证券研发中心
 注：统计范围为公开市场拿地，剔除深圳和珠海两宗地块

图表 11: 公司 2023H1 新增计容建筑面积 (万平)

	土地出让面积 (万平)	容积率	权益比 (%)	建筑面积 (万平)	拿地金额 (亿元)	房价 (元/平)	建安成本假设 (元/平)	预估毛利率 (%)
深圳	43.68	3.86	100%	168.61	35.80	-	-	-
成都	2.88	2.5	34%	7.19	12.94	34500	4000	36.2%
杭州	4.45	2.5	41%	11.14	18.70	29500	4000	29.5%
杭州	2.41	1.9	33%	4.59	20.55	66000	4000	26.0%
上海	2.48	2	41%	4.96	19.19	64000	5000	31.7%
长沙	4.40	2	49%	8.79	6.98	18000	4000	33.7%
长沙	2.31	3	100%	6.94	7.02	15000	4000	5.8%
南京	3.11	2.1	12%	6.53	13.90	46000	4000	45.0%
苏州	4.07	2	51%	8.14	16.26	35000	4000	31.5%
成都	9.53	2.4	100%	22.88	38.18	37000	4000	44.1%
珠海	4.48	5.5	55%	24.66	-	-	-	-
总计	83.81			274.42	189.52			35.4%

资料来源: 公司公告, 中指数据, 信达证券研发中心测算

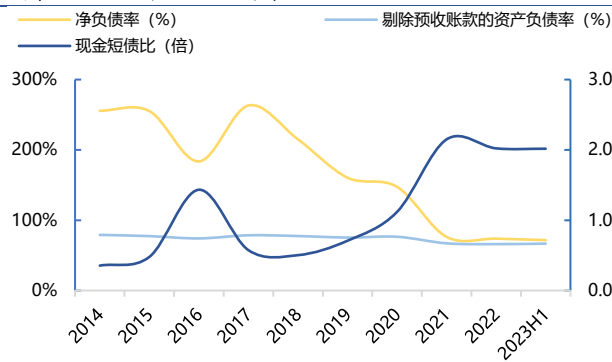
注: 总体毛利率仅包括除深圳和珠海两宗地块外的其他公开市场获取地块

4 融资：三道红线保持“绿档”，定增募资有望增强资本实力

三道红线保持“绿档”，融资渠道保持通畅，综合融资成本下降。2023 上半年公司通过销售端、融资端与投资端的战略平衡，量入为出，保持“三道红线”绿档，公司财报口径净负债率为 71.7%，剔除预收账款的资产负债率为 66.7%，现金短债比为 2.02 倍。公司现存债券规模 433.69 亿元，考虑行权 2023 年内待偿还 134.19 亿元。作为地方龙头国企，持续拓宽融资渠道，优化融资结构，降低资金成本，综合融资成本下降至 5.59%，上半年公开发行境内债券 67.95 亿元；首单 Pre-Reits 项目及类 Reits 次级份额转售顺利落地，首次实现自持次级债券盘活。

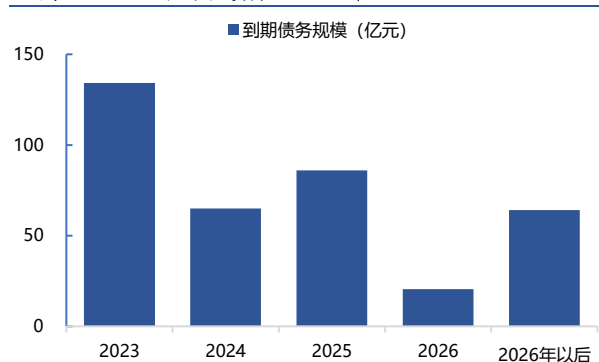
定增募资增强资本实力，控股股东认购强化国资背景。2022 年 12 月公司发布定增预案募资 60 亿元，定增方案已获得上海证券交易所审核通过，资金预计 45 亿元用于郑州华发峰景花园项目、南京燕子矶 G82 项目、湛江华发新城市南（北）花园项目和绍兴金融活力城项目四个项目，15 亿元用于补充流动资金，定增完成后不仅能够改善公司现金流状况，增加稳健经营能力，也能在不突破“三道红线”的前提下为公司未来有息负债增长释放空间。此外，本次定增公司控股股东华发集团拟参与认购金额不超过 30 亿元，且认购数量不低于本次非公开发行实际发行数量的 28.49%，我们认为此次定增发行后控股股东华发集团的持股比例有望提升，公司国资背景得以强化，有望为公司带来更多的协同受益空间。

图表 12：公司三道红线情况



资料来源：Wind，信达证券研发中心

图表 13：公司到期债务金额分布（亿元）



资料来源：Wind，信达证券研发中心

注：债务到期金额考虑行权

预计 2023-2025 年 EPS 分别为 1.42/1.61/1.82 元/股，维持“买入”评级

公司 2022 年保持拿地节奏，新增拿地面积主要位于上海、杭州、珠海等城市能级较高的城市，一方面高能级城市市场保持较好热度，能够维持相对更好的去化和流速，保障公司销售稳定性，另一方面公司在这些核心城市的货值充裕，有望受益于供给端分化实现销售持续增加。公司 2023 年竣工项目增加，结算节奏加快，并且公司待结算资源丰富，预计公司业绩有望维持稳定发展，因此我们预计公司 2023 年-2025 年房地产业务增速分别为 10%/8%/6%；毛利率方面，随着公司低利润率项目逐步结转完成，以及利润水平较好的华东区域结算占比提升，我们预计 2023 年-2025 年房地产业务毛利率水平分别为 21.00%/21.5%/21.7%。其他业务收入和毛利率保持稳定。

我们预计公司 2023-2025 年 EPS 为 1.42/1.61/1.82 元/股，8 月 29 日股价对应 2023-2025 年 PE 估值分别为 7.93/7.00/6.17 倍，维持“买入”评级。

图表 14：公司分业务盈利预测

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
房地产						
收入 (亿元)	481.11	485.99	567.84	624.62	674.59	715.07
YoY (%)	51.6%	1.0%	16.8%	10.0%	8.0%	6.0%
成本 (亿元)	359.92	361.52	452.88	493.45	529.56	559.90
毛利 (亿元)	121.20	124.47	114.96	131.17	145.04	155.17
毛利率(%)	25.2%	25.6%	20.2%	21.00%	21.50%	21.70%
其他业务						
收入 (亿元)	28.95	26.42	24.06	24.06	24.30	24.79
YoY (%)	105%	-8.7%	-8.9%	0.0%	1.0%	2.0%
成本 (亿元)	26.19	18.68	19.55	19.25	19.44	19.83
毛利 (亿元)	2.76	7.74	4.51	4.81	4.86	4.96
毛利率(%)	9.5%	29.3%	18.7%	20%	20%	20%
综合						
收入 (亿元)	510.06	512.41	591.90	648.68	698.89	739.86
YoY (%)	53.87%	0.5%	15.5%	9.6%	7.7%	5.9%
成本 (亿元)	386.11	380.20	472.43	512.70	549.00	579.73
毛利 (亿元)	123.96	132.21	119.47	135.98	149.90	160.13
毛利率(%)	24.3%	25.8%	20.2%	21.0%	21.4%	21.6%

资料来源：Wind，信达证券研发中心测算

风险因素

政策风险： 房地产调控政策收紧或放松不及预期。

市场风险： 地产行业销售下行幅度超预期。

业务风险： 公司房地产销售不及预期

资产负债表		单位:百万元			
会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E	
流动资产	350,880	394,399	423,017	448,790	
货币资金	52,832	48,141	63,332	56,047	
应收票据	4	4	4	4	
应收账款	883	1,609	1,437	1,380	
预付账款	3,422	4,512	4,941	5,218	
存货	243,544	269,158	279,841	299,890	
其他	50,195	70,975	73,461	86,252	
非流动资产	51,811	59,547	56,128	57,158	
长期股权投资	25,217	25,217	25,217	25,217	
固定资产(合计)	2,892	3,814	4,732	5,621	
无形资产	494	644	788	922	
其他	23,207	29,873	25,392	25,398	
资产总计	402,691	453,946	479,145	505,948	
流动负债	173,763	213,302	230,284	249,639	
短期借款	35	835	1,335	1,835	
应付票据	729	410	810	478	
应付账款	33,302	37,906	38,343	42,174	
其他	139,696	174,152	189,795	205,152	
非流动负债	119,479	125,764	128,464	129,964	
长期借款	82,584	86,584	88,584	89,584	
其他	36,894	39,179	39,879	40,379	
负债合计	293,242	339,066	358,748	379,603	
少数股东权益	89,707	92,374	95,187	98,173	
归属母公司股东权益	19,743	22,506	25,211	28,172	
负债和股东权益	402,691	453,946	479,145	505,948	

重要财务指标		单位:百万元			
会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E	
营业总收入	59,190	64,868	69,889	73,986	
同比(%)	15.5%	9.6%	7.7%	5.9%	
归属母公司净利润	2,578	3,007	3,404	3,861	
同比(%)	-19.3%	16.7%	13.2%	13.4%	
毛利率(%)	20.2%	21.0%	21.4%	21.6%	
ROE%	13.1%	13.4%	13.5%	13.7%	
EPS(摊薄)(元)	1.22	1.42	1.61	1.82	
P/E	9.25	7.93	7.00	6.17	
P/B	1.21	1.06	0.95	0.85	
EV/EBITDA	18.87	16.51	14.07	15.25	

利润表		单位:百万元			
会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E	
营业总收入	59,190	64,868	69,889	73,986	
营业成本	47,243	51,270	54,900	57,973	
营业税金及附加	2,610	3,114	3,355	3,551	
销售费用	1,900	1,946	2,167	2,442	
管理费用	1,758	1,816	1,922	1,998	
研发费用	108	104	126	148	
财务费用	229	330	505	165	
减值损失合计	-760	1	1	1	
投资净收益	1,538	1,297	1,398	1,480	
其他	129	9	5	0	
营业利润	6,249	7,596	8,320	9,190	
营业外收支	34	-30	-30	-60	
利润总额	6,283	7,566	8,290	9,130	
所得税	1,557	1,891	2,072	2,282	
净利润	4,726	5,674	6,217	6,847	
少数股东损益	2,148	2,667	2,860	3,081	
归属母公司净利润	2,578	3,007	3,404	3,861	
EBITDA	5,224	7,125	7,942	8,416	
EPS(基本)(元)	1.12	1.42	1.61	1.82	

现金流量表		单位:百万元			
会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E	
经营活动现金流	38,344	-8,029	8,574	-13,732	
净利润	4,726	5,674	6,217	6,847	
折旧摊销	458	437	456	482	
财务费用	618	1,651	1,708	1,748	
投资损失	-235	-1,510	-1,297	-1,398	
营运资金变动	33,622	-14,428	-2,944	-21,419	
其它	430	-66	4,534	89	
投资活动现金流	-46,530	-6,426	236	288	
资本支出	-30,705	-1,067	-1,042	-1,071	
长期投资	-18,229	-6,120	-120	-120	
其他	2,405	761	1,398	1,480	
筹资活动现金流	11,001	9,060	6,381	6,158	
吸收投资	13,911	-652	0	0	
借款	95,411	4,800	2,500	1,500	
支付利息或股息	-10,003	-2,451	-2,908	-3,148	
现金流净增加额	2,818	-5,395	15,191	-7,286	

研究团队简介

江宇辉，信达证券房地产行业首席分析师，中南财经政法大学管理学学士，上海财经大学金融硕士，从事地产行业研究六年，先后供职于中信建投证券、中梁地产集团。曾获 2015 年第十三届新财富房地产最佳分析师第二名,2016 年第十四届新财富房地产最佳分析师第五名,2017 年第十五届新财富房地产最佳分析师第三名。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 20% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在 ±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。